



UNIVERSIDAD DE LA RIOJA

TRABAJO FIN DE ESTUDIOS

Título

El BCE y las medidas adoptadas durante la crisis económica
2008-2016

Autor/es

ISABEL MARTÍNEZ SÁNCHEZ

Director/es

ROBERTO RODRÍGUEZ IBEAS

Facultad

Facultad de Ciencias Empresariales

Titulación

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Departamento

ECONOMÍA Y EMPRESA

Curso académico

2016-17



El BCE y las medidas adoptadas durante la crisis económica 2008-2016, de
ISABEL MARTÍNEZ SÁNCHEZ
(publicada por la Universidad de La Rioja) se difunde bajo una Licencia Creative
Commons Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 3.0 Unported.
Permisos que vayan más allá de lo cubierto por esta licencia pueden solicitarse a los
titulares del copyright.



FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

**“El BCE y las medidas adoptadas durante la crisis
económica 2008-2016”**

Autor: D./D^a. Isabel Martínez Sánchez

Tutor/es: Prof. D./D^a. Roberto Rodríguez Ibeas

CURSO ACADÉMICO 2016-2017

RESUMEN: En este trabajo, se estudia el papel que ha desempeñado el Banco Central Europeo durante la crisis financiera en la zona euro, la cual estalló en 2007, y se analizan las medidas adoptadas para salir de la misma. Las medidas llevadas a cabo fueron a través de instrumentos convencionales basados en operaciones de mercado abierto y reducciones del tipo de interés, así como medidas no convencionales de compras de activos y deuda soberana como mecanismo para inyectar liquidez en el sistema financiero. Después de casi ocho años, a finales de 2016, se aprecia una débil recuperación económica por lo que la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo continuará, manteniéndose las inyecciones de liquidez hasta marzo de 2017. Actualmente el BCE realiza una compra de activos mensual de 80.000 millones de euros, cantidad que disminuirá a 60.000 millones de euros en marzo de este año, y con intención de cerrar el año con una cantidad de 40.000 millones de euros mensuales.

ABSTRACT: The objective of this paper is to study the role played by the European Central Bank during the financial crisis in the Eurozone, which broke out in 2007, and to analyze the measures that were carried out during the period 2007-2016 to overcome the crisis. There were two types of measures. The so-called conventional measures consisted of open market operations and lower interest rates. These measures had to be complemented with non-conventional measures based on assets and sovereign debt purchases to inject liquidity into the financial system. After almost eight years, although a weak economic recovery has been observed by the end of 2016, the European Central Bank will continue with its expansive monetary policy until, at least, March 2017. Currently the ECB makes a monthly asset purchase of 80,000 million euros; this amount will decrease to 60,000 million euros in March this year, with the intention of closing the year with an amount of 40,000 million euros per month.

Tabla de contenido

1. Introducción	1
2. Origen y desarrollo de la crisis económica y financiera de 2008	2
3. El Banco Central Europeo	3
3.1. Historia.....	3
3.1.1. Primera fase 1971-1993	4
3.1.2. Segunda fase 1994-1999	5
3.1.3. Tercera fase 1999-2002	6
3.2. Objetivos del BCE	8
3.3. Funciones del BCE	9
4. Las medidas del BCE ante la crisis.....	10
4.1. Medidas convencionales	10
4.2. Medidas no convencionales	14
4.3. El BCE en el 2017	19
4.4 Valoración de la política económica del BCE	20
5. Conclusiones.....	21
Bibliografía	23

Tabla de figuras

Figura 1: Tipos de interés en la eurozona 2007-2016.

Figura 2: Tasa de inflación 2007-2016.

Figura 3: Comparación del IPC de la zona euro con el precio del petróleo.

Tabla de tablas

Tabla 1: Tipos de conversión del euro.

Tabla 2: Inyecciones de liquidez 2007-2009.

Tabla 3: Inyecciones de liquidez 2010-2011.

Tabla 4: Inyecciones de liquidez 2012-2014.

1. Introducción

El objetivo de este trabajo es analizar el papel desempeñado por el Banco Central Europeo (de aquí en adelante, BCE) durante la crisis económica y financiera de los años 2008-2016, poniendo especial énfasis en las medidas adoptadas y sus efectos.

La actual crisis financiera comenzó a finales de 2007 y supuso un colapso mundial, incluso más grave que el crack de 1929. Al igual que en la crisis de 1929, el origen se produjo en EEUU, siendo la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 la primera consecuencia de la misma. Desde Estados Unidos, se contagió a los demás países, provocando enormes desajustes en las variables macroeconómicas y creando numerosos problemas en los sistemas bancarios y economías de los diferentes países. Se consideran factores responsables de esta crisis la regulación económica, los fraudes bancarios, el aumento del precio de las materias primas (según el Fondo Monetario Internacional) y la crisis energética y alimenticia. A pesar de todo esto, el principal factor causante de la crisis, fue la estrepitosa caída de los bancos estadounidenses arrastrada por las hipotecas sub-prime.

Muchos especialistas como Arjun Kaki o multimillonarios como Carlos Slim, señalan que se ha tratado de una “crisis de los países desarrollados”, ya que en los países subdesarrollados apenas notaron sus consecuencias, al menos en los primeros años.

El origen de la crisis en la Unión Europea fue a través de Grecia, ya que tenía numerosos problemas para poder pagar las deudas nacionales, y poco a poco se fue extendiendo, afectando en mayor medida a países del sur como España y Portugal y notándose en menor medida en la economía italiana.

En este trabajo, se pretende analizar la labor realizada por el BCE para hacer frente a la crisis económica, examinando las medidas que se adoptaron y sus efectos sobre las economías de la Unión Europea. Se analizarán las medidas convencionales, que como se verá, no fueron suficientes para paliar los efectos negativos de la gran crisis, así como los instrumentos no convencionales. Se denominan medidas convencionales a las que usa normalmente el BCE y las no convencionales las que son usadas muy puntualmente; ambas son utilizadas para controlar los desajustes de la economía.

El presente trabajo está estructurado como detallaré a continuación; en la segunda sección, de manera resumida, se detallará el origen y desarrollo de la crisis financiera presente en todo el mundo. En la sección 3, se describirá la creación de la Unión Europea y el origen del Banco Central Europeo, realizando un pequeño análisis de las etapas por las que se ha pasado, y una vez creado el BCE, las fases hasta llegar a la instauración de una moneda única entre los países miembros. También se estudiarán tanto los objetivos como las funciones del BCE. Seguidamente, en la sección 4 se expondrán las medidas, tanto convencionales como no convencionales, llevadas a cabo por el BCE durante la crisis, y, además, se analizarán profundamente sus efectos durante el período abarcado entre 2008 y 2016, es decir, durante la gran crisis financiera y económica. Se tratarán ciertos aspectos del funcionamiento de la Reserva Federal (FED), ya que es el equivalente del BCE en Estados Unidos. Las medidas tomadas por la FED afectan a la economía de la eurozona, e influyen en la estabilidad de los precios e inflación de Estados Unidos, así como en su crecimiento económico.

Asimismo, se expondrán la situación actual y las medidas de política monetaria que tiene previstas aplicar el Banco Central Europeo durante el año 2017 para que la economía siga prosperando y se recupere de esta resaca financiera. Finalmente, en la sección 5 se presentan las conclusiones del trabajo.

2. Origen y desarrollo de la crisis económica y financiera de 2008

El origen de la crisis se basa en el entorno de desregulación en el sector financiero y la dejadez de las políticas monetarias desde el año 2000. Se puede considerar que las instituciones financieras fueron las causantes de la crisis, aunque también son partícipes los gobiernos, con su lema de que los mercados se autorregulen, lo que llevó a la desregulación. Tanto la desregulación como los bajos tipos de interés fueron motivo de la actual crisis, pero no fueron los principales causantes de ello. Las actividades detonantes de la crisis fueron las prácticas comerciales de las instituciones financieras y sus actos de codicia.

Uno de los problemas en esta crisis, como detalla Wikipedia, han sido los reducidos tipos de interés, que llevaron a que el endeudamiento fuera barato, por lo que este aumentó e hizo que disminuyera el ahorro. La siguiente consecuencia fue que el crédito barato estimuló la adquisición de viviendas, y el aumento de la demanda conllevó a una subida de precios. Fruto de los bajos tipos de interés se estimuló la economía, ya que aumenta el consumo y la inversión, esto hace que suba el precio de las acciones, y estas ocupen un mayor espacio en las carteras de los pequeños ahorradores.

Además de los bajos tipos de interés y de la desregulación, hubo más errores causantes de la crisis, los cuales se detallan en Novales (2010):

- Los beneficios que se estaban repartiendo entre los suscriptores no eran acordes a la cantidad de operaciones de fondos.

- En el momento que una persona compraba una vivienda, el tipo de interés para su hipoteca era variable, por lo que en un futuro este interés podía cambiar al alza, que es lo que ocurrió, en cantidades desmesuradas, por lo que llevó a la situación de impago.

- En el caso de España, el Banco de España realizó llamadas de atención a las cajas de ahorro por la concentración de riesgo, pero no llegó a actuar.

- Se ignoró a los que avisaban sobre la presencia de una probable burbuja inmobiliaria.

- A las autoridades les costó considerar que se hallaban ante una crisis.

- Hubo problemas para determinar si se trataba de una crisis de solvencia o de liquidez.

- Mientras a algunas instituciones financieras se les socorría de la quiebra, a otras no, por lo que esto llevó a la caída de Lehman Brothers.

Resumiendo, la crisis fue originada por un error de mercado, debido a una serie de incentivos perversos, fomentados por un ambiente desregulatorio y de demasiada permisividad supervisora, unido a una política monetaria bastante relajada.

Se denomina intermediarios financieros a los bancos comerciales, los cuales son los que satisfacen la demanda de crédito, de manera, que piden dinero prestado y después lo prestan.

La diferencia entre los intereses es el beneficio que ellos obtienen por realizar esta función; esta actividad conlleva riesgo y más, en una situación como la sufrida y la actual.

En el comienzo del año 2000, aumentó la demanda de crédito, por lo que tanto bancos como otros intermediarios pidieron enormes sumas de dinero prestado en vez de elevar su capital y así, comenzó la aparición del apalancamiento financiero. Este puede ocasionar beneficios, pero es arriesgado, ya que la deuda si será un pago obligatorio, ya que el beneficio es probable pero la deuda es fija. Por todo esto, si el precio de las viviendas comenzaba a bajar, esto acarrearía múltiples impagos, y, por lo tanto, problemas para los bancos. La bajada de precio de las viviendas, era probable que viniera seguido de una recesión, lo que conllevaría a situaciones de impago de otros créditos, a un aumento de la tasa de paro y finalmente a no cumplir las condiciones de pago de las hipotecas. El gran problema, es que todo esto no le ocurrió a un solo banco, sino que afectó a la mayoría, lo que llevó a un problema sistémico que culminó con la quiebra, en septiembre de 2008, de Lehman Brothers en Estados Unidos. La caída de Lehman Brothers, acarreó una serie de consecuencias, se acrecentó y se expandió la crisis, la percepción del riesgo aumentó, haciendo desconfiar tanto a empresarios como consumidores, dejaron de funcionar los mercados y se frenó la actividad económica, llevando a la disminución del comercio internacional y la caída de los precios de las materias primas. Esto hizo disminuir la inflación. Como resultado final, el sistema financiero a nivel global entró en crisis y afectó negativamente a las principales variables macroeconómicas de las economías occidentales.

3. El Banco Central Europeo

Para poder comprender todos los aspectos relacionados con la crisis y con las medidas tomadas por el BCE, debemos tener muy claro los objetivos del BCE, sus funciones y sus mecanismos de actuación. Se empezará con un breve resumen sobre su historia y las razones por las que surgió, antes de pasar a analizar las medidas que tomó para hacer frente a la crisis.

3.1. Historia

El Banco Central Europeo, como detalla su página web oficial, se creó el 1 de julio de 1998, a partir del Instituto Monetario Europeo (IME); el objetivo de la creación de esta institución fue controlar y manejar los problemas que pudieran surgir por la implantación de la nueva moneda, así como la preparación de la creación del BCE y el Sistema Europeo de Bancos Centrales.

Como detalla Fernandez Navarrete (2007), para que pueda existir un mercado interior real, es necesaria una unión monetaria, para así evitar los costes ocasionados por las diferencias entre los tipos de cambio de las monedas de cada país. Como consecuencia de la consolidación continuada del mercado, fue más necesaria la instauración de la Unión Monetaria.

Todo comenzó con los Tratados de Roma, en 1958, los cuales fueron el inicio de la unión monetaria y económica de Europa, aunque el objetivo de este Tratado no era la instauración de una moneda única, ya que sus propósitos eran más limitados. Sus objetivos eran crear una unión aduanera y un mercado agrario común. En ese momento el sistema monetario instaurado era el de Bretton Woods, el cual mantenía unos tipos de cambios fijos.

Entre 1960 y 1970, se formuló la idea de una moneda común, la cual se decidió conservar ya que con el sistema de Bretton Woods la inflación se mantenía constante y correctamente. Durante este periodo de tiempo se creó un Comité de Gobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros de la Comunidad Económica Europea.

A finales de la década, se produjeron importantes cambios, ya que el entorno económico sufrió importantes repercusiones, lo que llevó a que el sistema de Bretton Woods mostrase ciertos rasgos de rigidez.

En 1970, Pierre Werner, Primer Ministro de Luxemburgo, dirigió a un grupo de expertos, los cuales presentaron al Consejo y a la Comisión, un informe donde se describían las bases para formar una Unión Económica y Monetaria; se le denominó como Plan Werner, y constaba de 3 fases: convertibilidad irreversible de las monedas comunitarias, centralización de la política monetaria y crediticia y, por último, puesta en circulación de una moneda común.

3.1.1. Primera fase 1971-1993

En 1971 se estableció un sistema denominado “la serpiente”, el cual tenía como fin reducir los márgenes de fluctuación entre las monedas de los países miembros. Este sistema se instauró en 1972; los tipos de cambio de las monedas se tenían que mantener al 2.25%, y su diferencial era 4.5%. Los límites de las fluctuaciones había que defenderlos interviniendo en dólares y en monedas comunitarias. En 1973 “la serpiente” empezó a variar libremente.

En 1973 se creó el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), el cuál debía actuar con el fin de que funcionasen correctamente los márgenes de fluctuación de las monedas europeas entre sí, y se fueran estrechando progresivamente, intervenir en los mercados cambiarios y las liquidaciones de bancos centrales. Este (FECOM) fue sustituido por el IME en 1994. Durante los primeros años de esta década todo funcionó correctamente, pero a mediados de la misma el proceso de integración perdió fuerza y resultó que el FECOM apenas mostró capacidades suficientes para actuar por lo que los bancos centrales no le asignaron tareas significativas.

En 1979 se creó el Sistema Monetario Europeo (SME) pretendiendo allanar la cooperación financiera y el equilibrio monetario de la Unión Europea. Su creación se debe a las oscilaciones en las economías europeas debido a la crisis del petróleo de 1973 y a los vahídos del Tratado de Bretton Woods. Su principal función era mantener la estabilidad de los tipos de cambio. Mediante sus actuaciones, se consiguió una estabilidad monetaria y se desinflaron las altas tasas de inflación.

El SME desempeñó una importante función en la integración monetaria europea; si comparamos el SME con “la serpiente”, podemos decir que cumplió mejor sus funciones, ya que sí consiguió mantener las monedas comunitarias en un solo tipo de cambio. Aunque el SME fue un sistema fundamental para la economía, respecto a su influencia en las políticas monetarias, fue bastante limitado su papel.

En 1986 se firmó el Acta Única Europea (AUE), la cual entró en funcionamiento en 1987. Su propósito principal se basaba en que la Comunidad pudiera lograr una unión monetaria y económica. Cada vez había más conformidad sobre un mercado sin fronteras, para que se creasen vínculos internos más fuertes entre naciones y así aumentase la integración económica. Para que esto funcionase eran necesarias políticas más intensas y una moneda única poder explotar el mercado adecuadamente.

La instauración de una moneda única conseguiría una transparencia total de los precios, suprimiría riesgos en el tipo de cambio, disminuiría costes de transacción y el resultado sería una prosperidad económica.

En 1988, los miembros de la Comunidad Económica Europea pusieron en marcha por segunda vez, (la primera vez fue con el Plan Werner, el cual fue un intento fallido) la unión monetaria y económica, la cual fue un triunfo. Unos meses más adelante el Consejo Europeo creó un comité dirigido por Jacques Delors, en el que se establecieron 3 fases para conseguir una unión económica y monetaria. En la primera etapa debía asentarse el mercado interno, igualando las políticas económicas de los países miembros, y alcanzar una integración económica eliminando los impedimentos y aumentando la cooperación monetaria. El segundo período era la fase en la cual debían establecer los órganos fundamentales y la estructura organizativa de la UEM, ya que era la etapa que precedía al desencadenante final. Finalmente, en la última etapa de la unión económica y monetaria, se fijaron los tipos de interés definitivos, además de designar sus responsabilidades a cada organismo o institución.

En la práctica, hubo que realizar ciertos cambios, por lo que se convocó una Conferencia Intergubernamental en noviembre de 1990, y las negociaciones surgidas de esa conferencia se trataron en el Tratado de la Unión Europea en Maastricht el 7 de febrero de 1992. Se estableció la Unión Europea, se determinaron las bases de la UEM, con su procedimiento y fecha de instauración. La CEE fue sustituida por la CE (Comunidad Europea). En principio, el Tratado de la UE iba a entrar en vigor el 1 de enero de 1993, pero entró el 1 de noviembre de ese mismo año debido a las ratificaciones de Dinamarca y Alemania.

3.1.2. Segunda fase 1994-1999

El 1 de enero de 1994 se creó el IME, y de esta forma empezó la segunda etapa de la Unión Económica y Monetaria. El IME (Instituto Monetario Europeo) se creó inicialmente con una función temporal hasta que comenzase la tercera fase de la UEM. Al crearse esta institución financiera, se diluyeron el FECOM y el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales. Su objetivo era preparar todos los requisitos básicos para la tercera fase. Estos requisitos se basaban en la armonización de las políticas monetarias para, con esto, asegurar la estabilidad de los precios, instaurar una política monetaria única, la creación del euro e inspeccionar el ECU.

A finales de 1995 se reunió en Madrid el Consejo Europeo, estableciendo el inicio de la última fase de la UEM el 1 de enero de 1999; también se estableció el nombre de la moneda única, que fue el “euro”, y la fecha de establecimiento de este.

En el artículo 117 del Tratado de la CE, se expone que una de las competencias del IME era instaurar el marco necesario en materia normativa para que, de esta forma, el SEBC pudiera realizar sus funciones en la tercera etapa de la UEM. El IME participó en la Comisión y el Comité Monetario.

En diciembre de 1996 el IME mostró los diseños de billetes y monedas ganadores, por lo que serían los que aparecerían en los futuros billetes, que se emitirían en 2002. En 1998 el BCE pudo acabar sus tareas de preparación para realizar el cambio a la tercera fase de la UEM sin problemas, esto ocurrió gracias a que el IME realizó sus tareas encomendadas a tiempo.

Los Estados miembros revisaron sus políticas y su legislación para así, cumplir los criterios de convergencia.

El Consejo Europeo, decidió, el 2 de mayo de 1998, que 11 países miembros adoptarían el euro el 1 de enero de 1999, ya que cumplían las condiciones exigidas. Estos países fueron: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal. Más tarde se integraron Grecia, Malta, Chipre, Eslovaquia, Estonia, Letonia y Lituania.

El Banco Central Europeo tiene su sede en Fráncfort, Alemania, y está formado por el Presidente y el Vicepresidente del BCE, y los gobernadores de los bancos centrales nacionales de cada país de la UE. El 25 de mayo de 1998, los representantes de los estados miembros proclamaron al presidente y vicepresidente del BCE, así como los cuatro miembros restantes del Comité Ejecutivo. El primer presidente del BCE fue Wim Duisenberg, que, antes de ser el titular de este cargo, había sido presidente del Banco de los Países Bajos, presidente del Instituto Monetario Europeo y ministro de finanzas. Fue sustituido por Jean-Claude Trichet, y actualmente, desde 2001, el presidente es Mario Draghi, economista italiano, que antes fue director ejecutivo del Banco Mundial, presidente del cuarto banco de inversión del mundo y gobernador del Banco de Italia.

El 1 de junio de 1998 se fundó oficialmente el BCE y fue la fecha en la que se había acordado que se liquidara el IME, por lo que el BCE tuvo que adquirir todas las funciones de este, lo que permitió que en seis meses fuera operativo, ya que también adquirió al personal formante del IME.

3.1.3. Tercera fase 1999-2002

La tercera, y última fase, comenzó el 1 de enero de 1999, cuando se establecieron los tipos de cambio de los estados miembros y el BCE se comprometió a liderar la política monetaria de la zona euro. El periodo de transición de reemplazo de las monedas nacionales por el euro, duró tres años, comenzando el 1 de enero de 1999. El BCE instauró los tipos de conversión de las monedas nacionales al euro, las cuales se recogen en la Tabla 1.

Tabla 1: Tipos de conversión del euro.

Tipos de conversión irrevocable del euro	
1 euro =	40,3399 francos belgas
	1,95583 marcos alemanes
	340,750 dracmas griegas
	166,386 pesetas españolas
	6,55957 francos franceses
	0,787564 libras irlandesas
	1.936,27 liras italianas
	4033399 francos luxemburgueses
	2,20371 florines neerlandeses
	13,7603 chelines austriacos
	200,482 escudos portugueses
	5,94573 marcos finlandeses

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

Durante estos tres años las instituciones de los países miembros estaban obligadas a utilizar el euro, mientras que los agentes comerciales disponían de libertad para actuar con el euro o con divisas nacionales. El IME comunicó que el Eurosistema actuaría con el euro en todas sus operaciones, y que el sistema TARGET solo funcionaría con el euro.

El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real) se creó para realizar en tiempo real considerables pagos entre los estados miembros, este sistema permite realizar transacciones de dinero entre los BCN y entidades de crédito de forma segura, con iguales condiciones y con exactitud. El sistema TARGET posibilita el funcionamiento de un mercado único y el correcto funcionamiento de la política monetaria en la zona euro.

El sector financiero tenía especial interés en que la moneda única se instaurase rápido y concisamente, y así no quedarse atrasado respecto a los demás, por lo que realizó importantes tareas para que, así, poder actuar en los mercados financieros.

La instauración del euro, explicada por Wikipedia, se realizó con gran fluidez debido a los preparativos llevados a cabo por el IME. Se efectuaron operaciones con el euro en los mercados financieros y en los sistemas de grandes pagos; en el sector empresarial el cambio se produjo lentamente y el uso de la moneda común fue muy escaso, pero el 1 de enero se produjo un gran cambio, ya que fue la fecha instaurada en la que se introdujeron obligatoriamente los billetes y monedas en euros. El 1 de enero de 2001, los países integrantes de la zona euro pasaron a ser doce, ya que fue la fecha en la que Grecia ingresó en el Eurosistema. El 1 de enero de 2002 fue el momento en el que se introdujeron en efectivo billetes y monedas en euros; hasta finales de febrero era posible usar las monedas nacionales en efectivo, en ese momento quedaron obsoletas y solo era posible efectuar operaciones con el euro.

Actualmente la Unión Europea está formada por 25 estados, los cuales se han ido incorporando con el paso del tiempo una vez cumplidos los criterios de convergencia. La incorporación no es automática, sino que primero sus bancos centrales nacionales pasan a formar parte del Eurosistema y se involucran en el cumplimiento de los objetivos de la UEM. Para poder ingresar en la Zona Euro, se deben cumplir una serie de criterios, denominados criterios de convergencia, mediante los cuales se demuestra que un país está preparado para ser miembro.

Los criterios necesarios para poder acceder a la zona euro, de acuerdo con lo establecido por el Consejo de la Unión Europea, son: tener una estabilidad de precios, pretendiendo de esta forma, un comportamiento de precios sostenible. Este criterio se mide comparando la tasa de inflación de dicho país con los tres estados miembros que hayan tenido la mejor conducta, no pudiendo superarla en un 1.5%. Otro criterio necesario es que la deuda pública no supere en un 60 % al PIB, y finalmente, que el déficit público no supere al 3% en el PIB, ambos a precios de mercado.

El Estado que quiera entrar en la Zona Euro deberá participar en el mecanismo de los tipos de cambio durante 2 años sin tener grandes desviaciones y sin devaluar el tipo de cambio de su moneda. Por último, no pueden rebasar el tipo de interés a largo plazo de los 3 estados miembros con mejor conducta en un 2%, durante el año precedente al examen de convergencia. Los Estados que quieran unirse a la Zona Euro deben comprometerse a que sus normas nacionales y su legislación lleven a la independencia de sus bancos centrales nacionales.

3.2. Objetivos del BCE

Los bancos centrales están formados por los bancos nacionales de cada país, por lo que sus objetivos y funciones pueden variar mucho. Normalmente, el principal objetivo de los bancos centrales de países desarrollados es mantener la tasa de inflación entre el 2% y el 3%, para así conseguir la estabilidad de los precios, ya que, si persiguen una tasa menor, es más probable que aparezca la deflación, no siendo posible lograr el objetivo de estabilidad de los precios.

El objetivo principal del BCE se define en el artículo 127 del Tratado: «El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, [...] será mantener la estabilidad de precios». El artículo 127 continua: «Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea». También fija como objetivos el desarrollo sostenible de Europa como respuesta a un crecimiento económico equilibrado y a la estabilidad de los precios, el progreso social mediante un mercado competitivo y una muy baja tasa de desempleo. Esto se debe a que una alta tasa de inflación tiene como consecuencia empeorar el crecimiento y el empleo a largo plazo, pero que, la estabilidad de precios lleva a que los mercados operen correctamente y además se produzca un crecimiento económico.

La inflación es un fenómeno macroeconómico que consiste en la subida continua y generalizada de los precios de los bienes, servicios y factores productivos de un país, reduciendo así, la capacidad adquisitiva del dinero. La herramienta que se utiliza para medir la inflación es el “Índice Nacional de Precios al Consumidor” (INPC). Este es un índice económico que mide los niveles de precios de una cesta de bienes y servicios adquiridos por los hogares y sus variaciones en relación con un año base o de referencia. Este índice puede ser negativo, indicando que han bajado los precios, o positivo, reflejando una subida de precios. Debe ser representativo, confiable y comparable, espacialmente y temporalmente. Actualmente en la Unión Europea, el año base es el 2002, por lo que todos los índices comparados posteriormente se refieren a ese año.

La inflación puede darse en el caso que la demanda de bienes supere a los bienes producidos, o también, cuando aumenta el precio de producción y como consecuencia aumenta el precio del producto o servicio. También puede ocurrir, cuando los gobiernos ponen en el mercado excesivas cantidades de dinero, ya que producirá una inflación de la moneda y esto conllevará a aumentar el precio de los bienes importados.

La inflación provoca una serie de efectos. Uno de los efectos negativos es la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores, ya que con la misma cantidad de dinero podrán obtener menos productos. Puede darse el caso que se produzca una subida de salarios, pero esto conllevaría a elevar el precio de producción por lo que finalmente también se elevarían los precios de los bienes. Esto es, una disminución del valor real de la moneda, y se reduce el ahorro y la inversión, ya que en el mercado aparece la incertidumbre. Un efecto positivo podría considerarse al ajuste de las tasas de interés nominales realizadas por los bancos centrales de los estados miembros para así mitigar la recesión e impulsar la inversión en proyectos de capital no monetarios.

El BCE explicó que su objetivo basado en la estabilidad de precios se fundamentaba en que las tasas de inflación se situasen a niveles bajos, al 2% a medio plazo. Esto se debe a que, situando la tasa de inflación entre esos márgenes, se evita el riesgo de que ocurra una deflación.

Para estudiar y analizar si la estabilidad de precios se mantiene como el BCE desea, se analiza la evolución de los precios en toda la zona euro en conjunto. Como método para examinar esta estabilidad, el BCE optó por el IAPC (Índice Armonizado de Precios de Consumo), ya que es un índice que está presente en todos los estados miembros, por lo que ofrece análisis transparentes.

Además del objetivo principal de conseguir una tasa de inflación entre 2% y 3%, podríamos mencionar como objetivos secundarios el crecimiento económico, alcanzar el pleno empleo, controlar los tipos de interés en un largo plazo y mantener un tipo de cambio estable en proporción con las divisas de otros BC.

Los objetivos del BCE no son los mismos que tienen otros bancos centrales, y en particular, el Sistema de la Reserva Federal o FED (Federal Reserve System), que es el banco central de Estados Unidos. Fue fundada por el Congreso de Estados Unidos el 23 de diciembre de 1913, siendo su objetivo inicial el lograr un sistema monetario y financiero seguro, estable y flexible.

La FED persigue cuatro objetivos mediante el uso de la política monetaria del país: el crecimiento económico, el pleno empleo, la estabilización de los precios y que la tasa de interés sea constante a largo plazo. También debe vigilar a las entidades bancarias, ya que deben cumplir las normas establecidas, y controlar la estabilidad del sistema financiero, además de ser muy importante en el sistema de pagos de la nación. Después de realizar una pequeña comparación entre el BCE y la FED, podemos observar que la diferencia principal es que el BCE tiene como mandato lograr la estabilidad de los precios, manteniendo una tasa de inflación alrededor del 2%; en cambio, la Reserva Federal tiene varios objetivos, mediante los cuales intenta conseguir lo mismo que el BCE en términos de inflación, sin fijar una tasa, y adaptándose a lo que el mercado requiera en cada momento, pero además tiene también el mandato de influir en la marcha de la economía para fomentar el crecimiento económico y el empleo.

Con esto podemos decir que es más sencillo que la FED consiga sus objetivos, ya que tiene en cuenta múltiples factores que afectan a los mercados económicos y tiene mayor capacidad de actuación, no como el BCE que tiene limitada su actuación a la consecución del objetivo de estabilidad de precios.

3.3. Funciones del BCE

Las principales funciones de los Bancos Centrales son proveer dinero a sus países miembros. Anteriormente el dinero existente en el mercado era equivalente al oro, y se denominaba Sistema Patrón Oro. En cambio, actualmente, el dinero que utilizamos, tanto billetes como monedas, son decididos por la autoridad monetaria. Los Bancos Centrales proporcionan servicios a los bancos y a los gobiernos de sus estados miembros, como, por ejemplo, prestar dinero a un tipo de interés fijado dependiendo de la política monetaria, también fijan que porcentaje se destina a reservas, etc. Establecen las normas que deben llevar a cabo la banca privada, y también, revisan que estas se lleven a cabo. Finalmente, otra de las funciones que llevan a cabo es proyectar la política monetaria, modificándola dependiendo de la economía presente en ese momento y llevándola a cabo. Antiguamente, en España, estas labores estaban encomendadas al Banco de España. Hoy en día, sus labores se limitan a la supervisión del sistema financiero español, y toda la política monetaria es desarrollada por el BCE.

Las funciones de las que se encarga el BCE, las cuales se han obtenido de la página oficial de dicho organismo y complementado con Wikipedia y con la página web de la Unión Europea, son las siguientes:

- Fijar los tipos de interés de los préstamos que realiza a los bancos comerciales, de esta forma es capaz de controlar la inflación y la oferta monetaria.
- Regir la política monetaria establecida.
- Poseer y gestionar las reservas de divisas de los Estados de la zona Euro, así como controlar la compra y venta de estas para mantener los tipos de cambio.
- Garantizar que los sistemas de pago funcionen correctamente y supervisar los mercados e instituciones financieras.
- Encargarse de que el sistema bancario europeo goce de seguridad y solidez.
- El BCE tiene la exclusividad de la fabricación de billetes de euros, mientras que los países miembros tienen permitido la emisión de monedas de euros, siempre y cuando el BCE lo haya permitido.
- Evaluar riesgos para la estabilidad de los precios vigilando su evolución.
- Recopilar información estadística con ayuda de los BCN (Bancos Centrales Nacionales) para poder realizar las funciones del SEBC (Sistema Europeo de Bancos Centrales) y contribuir a la estabilidad financiera.

4. Las medidas del BCE ante la crisis

En septiembre de 2008, cuando sucedió la estrepitosa caída de Leman Brothers se abrió una nueva etapa de la crisis, la cual se extiende geográficamente a lugares en los que todavía no había afectado, dejan de funcionar los mercados intermonetarios, se frena la actividad económica, ya que baja tanto el comercio internacional como los precios de las materias primas, lo cual lleva a que disminuya el riesgo de una posible inflación y a una desestabilización financiera. Con todo esto, el BCE actúa y aumenta las ofertas monetarias, lo hace comprando deuda privada, también ofrece una cantidad ilimitada de liquidez a tipo de interés fijo, el resultado de esto fue una gran expansión del balance del BCE.

Durante este largo periodo de crisis, el BCE ha tomado varias medidas para intentar apaliar los efectos negativos que se habían producido; para esto, no ha sido suficiente el empleo de las medidas convencionales, que son las que normalmente utiliza el BCE, por eso ha sido necesario usar las medidas no convencionales. A continuación, se analizan ambos tipos de medidas.

4.1. Medidas convencionales

Las medidas convencionales son las que el BCE utiliza en condiciones de mercado normales, es decir, cuando hay pequeñas variaciones en la inflación, que son controlables con la ayuda de las operaciones de mercado abierto, facilidades permanentes y reservas mínimas, las cuales, hasta el estallido de la crisis, habían permitido controlar la economía de la eurozona a la perfección.

Debido a los enormes y negativos efectos de la crisis, el BCE se percató de que no era suficiente para el mercado la actuación con esta serie de medidas, por lo que decidió actuar de otras formas, con la ayuda de una serie de medidas no convencionales. Una de estas medidas convencionales son las operaciones de mercado abierto (OMA), las cuales no fueron suficientes para estabilizar los precios.

Las OMA son utilizadas para intentar controlar los tipos de interés, dirigir la situación de liquidez del mercado y conducir la política monetaria. Su funcionamiento es sencillo. Se basan en realizar operaciones de compra-venta llevadas a cabo por el banco central. Estas son puestas en marcha a través de subastas, en las que se ofrece liquidez a entidades bancarias durante un periodo de tiempo preestablecido. En el caso de la eurozona, el BCE establece los tipos de interés a los que se prestarán estas sumas de dinero.

La principal medida utilizada por el BCE para conseguir la estabilidad de los precios se basa en la variación de los tipos de interés. A continuación, se analizan las variaciones de los tipos de interés llevados a cabo por el BCE, desde el 2007. Cabe mencionar, como detalla González-Páramo (2007) que el BCE modificó sus tipos de interés 23 veces desde 1999 hasta 2007. Desde agosto de 2007 hasta octubre de 2008, los tipos de interés subieron en 25 puntos básicos, medida que fue muy criticada.

A mediados de 2009 el BCE bajó los tipos de interés al 1%, que era tasa más baja de la historia; unos meses después, casi al final del año, comunicó que no bajaría más los tipos de interés hasta finales del 2010. En 2012 y 2013, el tipo de interés bajó a 0,75% y a 0,5% respectivamente; ambas bajadas dieron mucho que hablar, y la explicación del BCE fue que estas bajadas eran necesarias para impulsar el crecimiento económico. Durante el 2014 se bajaron los tipos de interés casi al 0% (en junio se estableció un 0,15%). Como menciona De la Dehesa (2016b y 2016c), los tipos de interés próximos a cero implican que bajen los márgenes de los bancos, pero a su vez, hace que aumente la competencia en los mercados e incita la demanda de créditos entre las familias y las empresas.

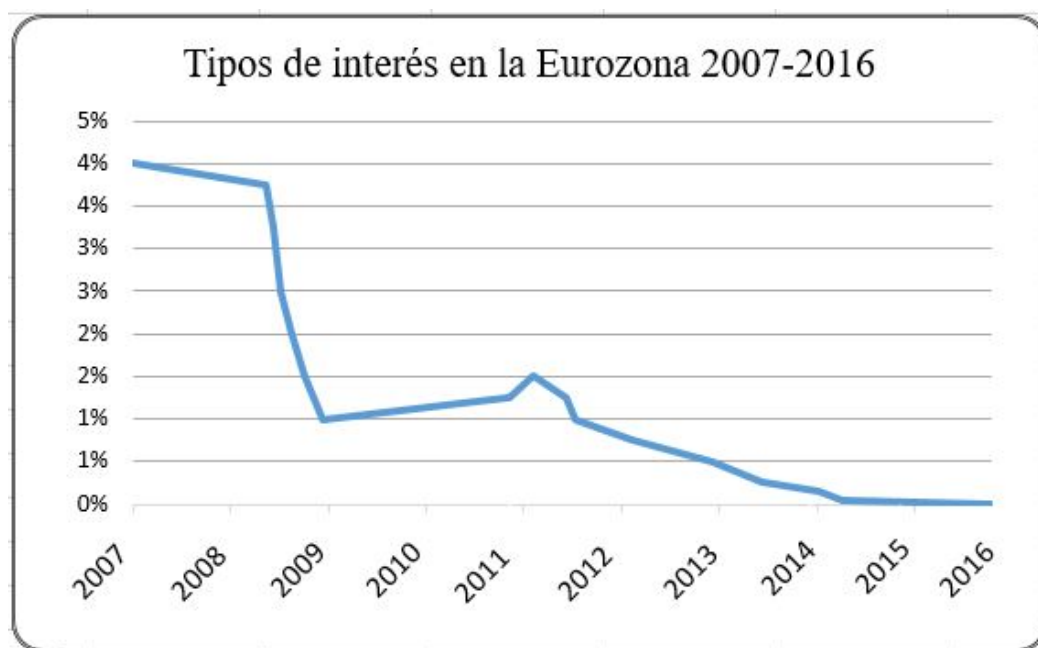
Las medidas anunciadas por el BCE en marzo de 2016, reduciendo aún más los tipos de interés, no sorprendieron, ya que siguieron con la tendencia a la baja de los tipos, evidenciando así, una de las frases muy usadas por Mario Draghi: “haré todo lo necesario”. Estas medidas pueden conllevar a la deflación y a una desaceleración de la economía y de los mercados. Los tipos de interés bajaron en 10 puntos básicos. El interés de los depósitos se situaba en -0,03% y, posteriormente, ha bajado a -0.04%.

En marzo de 2016 el valor del euro cayó en un 1% respecto al dólar, siendo la mayor bajada desde noviembre de 2015; en cambio, en mayo de 2016, el euro subió respecto al dólar, lo que fue un dato favorecedor.

Las medidas tomadas por Mario Draghi respecto a los tipos de interés suelen ser criticadas por los economistas alemanes, ya que la reacción de sus ciudadanos a las bajadas de este, es ahorrar, por lo que en Alemania existe un exceso de ahorro en las familias. A esta reacción, él responde que no encuentra otra forma de arreglar la vorágine que hay en la Eurozona, y que en el momento que se produzca una estabilidad de precios y de la inflación, podrá cambiar la forma de actuar.

En la figura 1 se recoge la evolución de los tipos de interés durante el periodo de tiempo recogido entre 2007 y 2016, de acuerdo con lo mencionado anteriormente.

Figura 1: Tipos de interés en la eurozona 2007-2016



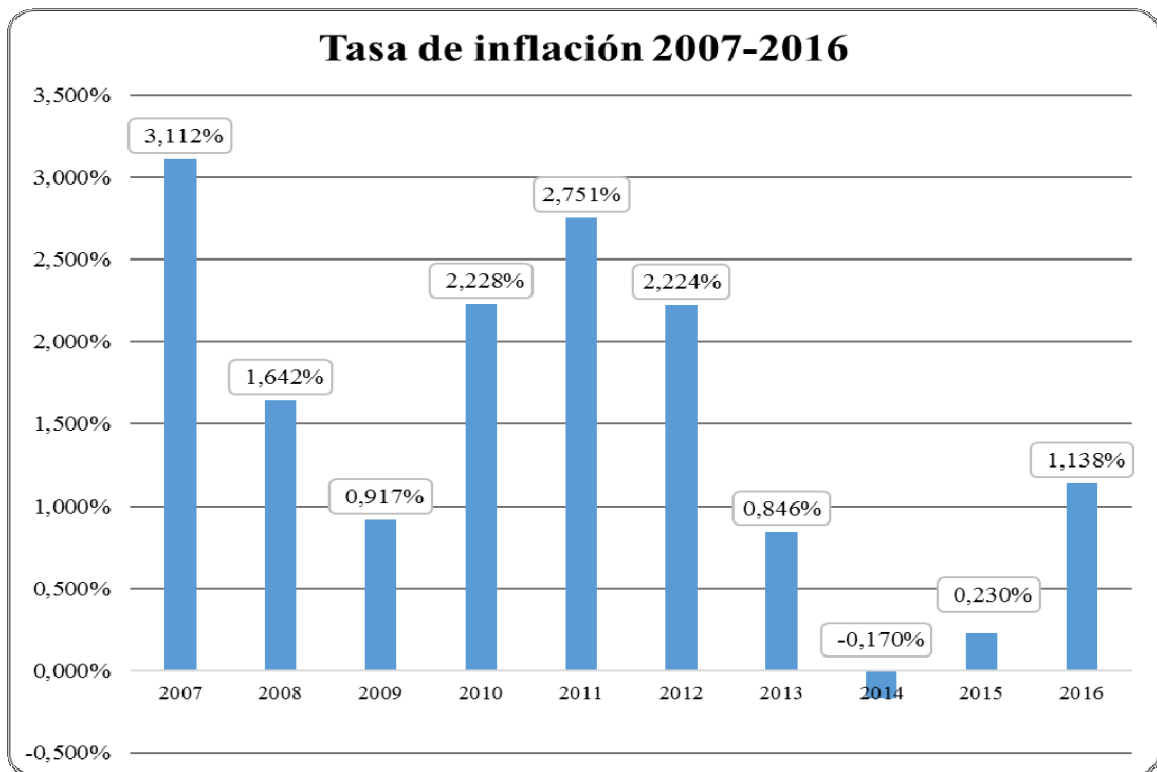
Fuente: Elaboración propia a partir de www.datosmacro.com.

Durante los últimos años, el 18% de la economía mundial obra con tasas negativas, y hasta un 40% opera con tasas entre 0 y 1%. Estas bajas tasas causan una baja rentabilidad en el mercado acarreando una serie de daños. Respecto a estos perjuicios, Draghi afirma que no es la consecuencia directa a las bajas tasas, si no que estas tasas causan un exceso de ahorro, lo que conlleva a la baja rentabilidad.

En la Figura 2 se recoge la evolución de la tasa de inflación en la eurozona desde 2007 hasta el 2016; se puede apreciar la brusca bajada en 2008 que se debe a que fue el año en el que se expandió mundialmente la crisis. También se puede apreciar como a partir del año 2012 cae repentinamente; incluso en el año 2014, la tasa de inflación es negativa, esto se debe al afán de Mario Draghi para que se produzca una estabilidad de precios.

A pesar de los bajos tipo de interés, la economía no se recuperó, y los efectos previstos de la expansión de la demanda agregada y su impacto al alza en los precios no tuvieron lugar. A partir de 2014, la tasa de inflación ha ido aumentando, sobre todo en el 2016, aunque Draghi afirma que se debe a la subida de los precios de la energía, en concreto, del petróleo.

Figura 2: Tasa de inflación 2007-2016



Fuente: Elaboración propia con datos es.global-rates.com.

Comparando la actuación del BCE con la FED, y de acuerdo con Berganza *et al.* (2014), hay que decir que la FED, previamente a las inyecciones de liquidez del BCE, aumentó la base monetaria mediante mecanismos basados en emitir dinero pretendiendo de este modo obtener bonos con garantía hipotecaria. El resultado que pretendían obtener aplicando estos mecanismos era que los bancos pudieran librarse de las hipotecas que habían concedido antes de 2007 y también, que, al comprar estos bonos, se elevasen sus precios y así disminuyese su rendimiento. La Reserva Federal de esta forma, consiguió inyectar grandes sumas de dinero a las entidades financieras y así, estas a su vez se pudieran permitir prestar otra vez dinero y conseguir que bajase la tasa de interés de los bonos.

En estos momentos, existen varias diferencias entre las economías americana y europeas, y aunque sus tasas interanuales avancen de forma similar, la tasa de paro de la Eurozona es del 10%, el doble que en Estados Unidos, que se sitúa en un 4,7%, nivel que no se había conseguido desde que estalló la crisis financiera y muy cercano al pleno empleo, mientras que la inflación es de 0,6 % en la zona euro, menos de la mitad de la existente en Estados Unidos, que al cerrar 2016, se encontraba en el 2.1 %. Por esto, el BCE ha decidido no modificar sus tipos y mantener su compra de activos, aunque sí disminuirlos. La FED, en cambio, ha anunciado que subirá tres veces durante el año 2017 los tipos de interés, con el propósito de que, a largo plazo, consigan llegar a un 3% en 2019.

La FED ha anunciado que, pese a que seguirá estableciendo medidas, no serán tan drásticas, ya que están cerca de su objetivo, que es la estabilidad de los precios y el pleno empleo, como ya hemos mencionado anteriormente. Por esto, como señala su presidenta Yellen, parece que esta política se frenará y disminuirán los apoyos monetarios.

El 20 de enero Donald Trump accedió al cargo de presidente de Estados Unidos y esto repercutió positivamente en los mercados, estimulando los indicadores bursátiles. El 30 de enero y el 1 de febrero se reunirán los integrantes de la FED. En dicha reunión, Donald Trump ya será el presidente de Estados Unidos, y si este lleva a cabo su plan agresivo de estímulo fiscal, es probable que se vean obligados a aumentar los tipos de interés más rápido. La FED pronostica que la recuperación económica progresará adecuadamente, aumentando tanto los salarios como los precios.

Las previsiones del BCE son que a finales 2017 prevalezca en el mercado una tasa del 1,3%, y el 2018 finalice con una tasa de 1,6%. Parece no va mal encaminado, ya que 2016 finalizó con una tasa de inflación del 1,1%. Pese a estas positivas previsiones, Draghi manifiesta que estamos en un momento muy complicado, debido a la bajada de precios y a la lenta recuperación económica; por esto, los tipos de interés en el caso de ser modificados, será a la baja. Asimismo, también existe preocupación por el aumento del crecimiento de las economías emergentes.

4.2. Medidas no convencionales

Debido a los negativos efectos de la crisis en los mercados, la variación de los tipos de interés no ha resultado una medida suficiente, ya que han llegado a ser del 0%, sin que esto sirviera para paliar los efectos de la crisis, ni tampoco las inyecciones de liquidez. Por eso, al agotarse las herramientas con las cuales el BCE estimulaba la economía, ha sido necesario utilizar otro tipo de medidas, denominadas medidas no convencionales para lograr sus propósitos.

Durante los últimos años los instrumentos no convencionales utilizados por la política monetaria han sido el Forward Guidance, el Quantitative Easing (QE), el Qualitative Easing, LTRO y TLTRO.

Forward Guidance intenta contribuir a la mejora de las expectativas de los mercados, comunicando de forma adelantada los caminos que tomarán las decisiones que se decretarán en las reuniones llevadas a cabo por el BCE. Las comunicaciones suelen ser llevadas a cabo por los bancos centrales, normalmente por sus portavoces.

Quantitative Easing, en español expansión cuantitativa, consiste en crear dinero para que el banco central compre activos tanto a gobiernos nacionales como al sector privado. De esta forma, hace que aumente el balance del banco central al que se le compre bonos. La medida tomada por el BCE fue comprar desde principios de 2016 60.000 millones de euros mensuales de deuda privada y pública.

Qualitative Easing, en español expansión cualitativa, es la herramienta mediante la cual el BCE actúa disminuyendo la calidad de los activos de su balance, pero no modifica el tamaño de su balance ya que, a su vez, agrega activos de baja calidad. Un ejemplo podría ser las subastas de inyección de liquidez que realizan los bancos nacionales.

LTRO (Long-Term Refinancing Operation u operaciones de refinación a largo plazo). Como describe la página web “Oro y finanzas”, el BCE con esta herramienta realizó operaciones en las que prestó dinero a la banca con un interés del 1% a largo plazo; de esta forma, la banca pudo mejorar su balance. Esta medida se tomó para reavivar la prestación de dinero entre bancos. Los bancos, con esta ayuda, lo que hacían era pedir prestado a un interés del 1% e invertirlo en deuda pública que tenía un interés más alto, por lo que no se consiguieron los efectos deseados.

TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations o préstamos condicionados a largo plazo), esto es, préstamos condicionados a largo plazo a un tipo de interés muy bajo, con la condición de que ese dinero sea utilizado para promover el crédito a empresas y consumidores. El BCE implementó esta medida no convencional en 2014, denominadas TLTRO I con el fin de reavivar el crédito en la economía; la segunda fase se denominó TLTRO-II.

Como explica De la Dehesa (2016b), los TLTRO I se lanzaron en septiembre de 2014, para que, de esta forma, los bancos de la zona euro acrecentarán la prestación de créditos a sus clientes, sobre todo, Italia y España. Los primeros préstamos condicionados se repagarán en 2018, dando igual cuando se iniciaron o si el objetivo que se exigió se ha cumplido, con el 7% del balance crediticio del banco. Los TLTRO II, se lanzaron a 4 años, pudiendo ser devueltos a los dos años de forma trimestral. Sus condiciones son bastantes atractivas con la intención de que los bancos disminuyan los costes de sus créditos e inciten al crecimiento propio y de la zona euro.

Desde que esta herramienta se puso en marcha, el crédito no aumentó lo suficiente, por lo que se crea la duda de si realmente los bancos utilizaron este dinero para lo que estaba condicionado o lo usaron en otras operaciones, como por ejemplo la compra de deuda pública sin riesgo.

Este tipo de medidas no convencionales deberán finalizar ya que son temporales, pero ha sido necesario su uso continuado ya que, la crisis no ha podido ser resuelta con los instrumentos convencionales ya que no han conseguido la estabilidad de los precios y ni un crecimiento económico, ambos necesarios.

A continuación, se expondrán las demás medidas tomadas por el BCE para intentar conseguir una reducción de la recesión y a su vez, favorecer el crecimiento económico. Estas medidas son la compra de deuda y también, la inyección de liquidez.

Comenzando el análisis desde el año de 2007, hay que mencionar que en agosto de ese año se ofreció una amplia liquidez al mercado interbancario ya que aumento la demanda de liquidez porque se acrecentó la desconfianza. Por todo esto, el BCE amplió el plazo establecido de sus préstamos, dos a 3 meses y otras dos a 6 meses. Las primeras se emitieron el 23 de noviembre y el 12 de diciembre, ambas de 2007, el importe era de 60.000 millones de euros. Las segundas se emitieron el 2 de abril y el 9 de julio, de 2008 ambas, con un vencimiento de 6 meses. Con estas operaciones se facilitaba el depósito, y aunque hubiese demanda de liquidez, hacían posible que no se modificasen las reservas.

En 2008 se produjo un gran apalancamiento bancario y se acumularon muchas tensiones en el mercado, por esto, los gobiernos inyectaron liquidez en los bancos para conseguir una estabilización e intentar que disminuyese la percepción de riesgo. Los problemas que en ese momento acechaban a corto plazo, era el constante aumento de la tasa de desempleo, el incremento de desapalancamiento, y las agravantes tensiones en los mercados, que, la consecuencia primera es que limita a los bancos a la concesión de créditos, seguido del empeoramiento de la actividad económica. Esto conllevaba a constantes pérdidas en la cartera de las instituciones financieras y la disminución de créditos. Por todo esto, su objetivo era y es sanear el sector financiero.

Respecto a las operaciones de LF Swaps, las cuales se crearon debido a que, cuando quebró uno de bancos más importantes de Estados Unidos, muchos bancos centrales que tenían depósitos en este mercado financiero, corrieron a retirarlos, por lo que la Reserva Federal, intentando que sus efectos no fuesen tan notorios creo las líneas Swaps (contrato en el que dos entidades se involucran en realizar un cambio de dinero en el futuro, suelen referirse a tipos de interés). Después de 6 meses con estas operaciones en el mercado con el BCE se dispusieron 20.000 millones de dólares con un plazo a 6 meses.

En 2008 el BCE se vio obligado a modificar el tipo de subasta, ya que, en la anterior, los bancos no cumplían las exigencias impuestas. El nuevo tipo de subasta era semanal con un tipo de interés fijo, y las entidades financieras cogían prestado la cantidad que demandaran, siempre y cuando pudieran reembolsarlo con sus activos.

En mayo de 2009 creó un programa para estimular el mercado, adquiriendo bonos por una cantidad de 60.000 millones de euros. Obtuvo beneficios de este programa, ya que aumentaron tanto la emisión de bonos, como la transacción en el mercado de estos. El BCE en el 2009 modifico el vencimiento de sus operaciones de 6 a 12 meses. Con todas estas medidas, el BCE pretendía crear un aumento de dinero en circulación y así, evitar la disminución del consumo privado y de la actividad económica. En mayo de 2009 el BCE compra cedulas hipotecarias al sistema bancario presentes en la eurozona con financiación a 12 meses. Con todas estas medidas, el BCE pretendía crear un aumento de dinero en circulación y así, evitar la disminución del consumo privado y de la actividad económica.

En la tabla 2 se recogen las operaciones realizadas y sus importes durante los años 2007-2009.

Tabla 2: Inyecciones de liquidez 2007-2009

Fecha emisión	Operación	Importe (Millones €)	Vencimiento
23/11/2007	OFMLC	60.000 €	3 meses
12/12/2007	OFMLC	60.000 €	3 meses
17/12/2007	LF Swaps	20.000 €	6 meses
02/04/2008	OFMLC	25.000 €	6 meses
09/07/2008	OFMLC	25.000 €	6 meses
06/05/2009	CBPP	60.000 €	2 años
25/06/2009	OFMLC	420.240 €	12 meses

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

OFPMLC: Operaciones de Financiación a Plazo Más Largo Complementarias. CBPP: Covered Bonds Purchase Programme (Programa de adquisición de valores). LF Swaps: Líneas financieras Swaps

A finales de 2009, en los mercados europeos comenzaron a aparecer ciertas inquietudes económicas, iniciándose a su vez la crisis de la deuda soberana. Por esto, el BCE se vio en la obligación de emitir bonos soberanos, en especial para Portugal, España, Grecia e Italia.

En 2010 el BCE creó el “Programa para el Mercado de Valores” debido al escenario en el que estaba la zona euro, consistió en comprar valores de deuda en los mercados secundarios, es en estos y no en los primarios ya que las normas se lo impiden al BCE. Los efectos esperados de este programa era que se incrementase la liquidez y se facilitasen los procesos de financiación. Con esta situación en los mercados, el BCE decidió abrir otra línea swap, las cuales eran semanales y el tipo de interés era acordado por ambos.

Debido a que no habían aparecido grandes mejoras en el ámbito financiero, el 7 de octubre de 2010 el BCE adquirió bonos garantizados, en menor cantidad que la primera vez, ya que pasó de 60.000 millones de euros a 40.000 millones de euros. Este plan no obtuvo el éxito esperado ya que no disminuyó el tipo de interés ni se activó el mercado.

En 2011 el BCE decide comprar deuda pública de España e Italia, por un valor de 22.000 millones de euros, cifra récord de la historia, mediante la cual espera relajar la tensión a la que están sometidas estas economías. Esta medida fue criticada ya que bajó la rentabilidad de los bonos soberanos a 10 años en ambos países. Al final del 2011 el BCE presta 489.190,75 millones de euros a 523 bancos de la eurozona, fue su primera subasta a 3 años con un tipo de interés fijo, con esto pretendió la facilitación de crédito a los hogares y a las empresas. En la tabla 3 se recogen las inyecciones de liquidez durante el periodo 2010-2011.

Tabla 3: Inyecciones de liquidez 2010-2011

Operación	Fecha de realización	Vencimiento	Importe (millones de €)
2º LF Swaps	10/05/2010	4 meses	24.420 €
CBPP	07/10/2011	2 años	40.000 €
OFPMLC	21/12/2011	3 años	489.190,75 €

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

Después de llevar a cabo todas las medidas expuestas anteriormente, los mercados no mejoraban, lo que llevaba a pensar que estas medidas no eran efectivas, por lo que numerosos economistas criticaron a Mario Draghi; aun así, este decidió tomar una serie de medidas nuevas.

En julio de 2011 se volvieron a aplicar similares medidas a las de 2010, las cuales tuvieron los mismos efectos. La compra de bonos soberanos ascendió a 211.400 mil millones de euros. En este periodo quebraron bancos privados de la eurozona ya que había numerosos problemas en el mercado financiero, respecto a esto, el BCE decidió recurrir a la financiación con circunstancias más propicias. Esta financiación consistió en inyectar liquidez, en dos ocasiones, con un tipo fijo de interés con vencimiento a 3 años. El BCE inyectó una cantidad de 1.018.721,56 millones de euros en el sistema financiero. La prima de riesgo se redujo con la compra de deuda pública, por lo que el dinero regresó al BCE sin pasar por la economía real.

En 2012 el BCE disminuyó los requisitos de los préstamos a los bancos centrales para que estos pudieran obtener financiación de una forma más fácil, y así se concedieran más préstamos al sector privado, pero no resultó ser así, ese capital se utilizó para sus reservas mínimas y también los depositaron en los depósitos del BCE.

Debido a esto, el BCE disminuyó en diciembre de 2011 la cantidad de reservas que los BCE debían poseer, bajo de un 2% a un 1%, intentando, como anteriormente citamos, que se concediesen más préstamos al sector privado.

En junio de 2014 el BCE implantó una nueva OFPMLC por el importe de 400.000 millones de € al 0.15%.

Después de varios años bajando los tipos de interés, alcanzando mínimos históricos y con una mejora muy mínima, en marzo de 2015 llegó la compra de activos para animar la inflación. En la reunión del BCE, se fijan unos objetivos (la recuperación económica y aumento de la inflación). El BCE está intentando solucionar los múltiples problemas que hay en Europa, como la alta tasa de paro, la posible deflación de los precios y la creciente deuda. Draghi afirma que en este momento no hay deflación pero que debe actuar para que siga sin aparecer, por eso, tomó una serie de medidas. Una de ellas fue la compra de activos, la cual amplió de 60.000 a 80.000 millones de euros mensuales, con esto, quería evitar la deflación, aunque conllevase riesgos, como, por ejemplo, que aumentase el riesgo en el balance del banco, por eso, esta medida tuvo múltiples críticas. Otra de las medidas que anunció Draghi fue bajar los tipos de interés, así facilitar el depósito y que la banca prestase dinero. En ese momento, el Euríbor se encontraba por debajo de 0, esto favorece a las personas hipotecadas, pero hace que peligre la cuenta de resultados de la banca. Y, por último, anunció los TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations), analizados anteriormente.

En la tabla 4 se indican las operaciones realizadas durante el periodo 2012-2014.

Tabla 4: Inyecciones de liquidez 2012-2014.

Operación	Fecha de realización	Vencimiento	Importe (millones de €)
OFPMLC	29/02/2012	3 años	529.530,81 €
OFPMLC	05/06/2014	4 años	400.000,00 €

Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

Como resumen, se puede indicar que, después de varios años bajando los tipos de interés, alcanzando mínimos históricos y con una mejora muy mínima, en marzo de 2015 llegó la compra de activos para animar la inflación. En la reunión del BCE, se fijan unos objetivos (la recuperación económica y aumento de la inflación). El BCE está intentando solucionar los múltiples problemas que hay en Europa, como la alta tasa de paro, la posible deflación de los precios y la creciente deuda. Draghi afirma que en este momento no hay deflación pero que debe actuar para que siga sin aparecer, por eso, tomó una serie de medidas. Una de ellas fue la compra de activos, la cual amplió de 60.000 a 80.000 millones de euros mensuales, con esto, quería evitar la deflación, aunque conllevase riesgos, como, por ejemplo, que aumentase el riesgo en el balance del banco, por eso, esta medida tuvo múltiples críticas. Otra de las medidas fue bajar los tipos de interés, y facilitar el depósito para que la banca prestase dinero. En ese momento, el Euribor estaba por debajo de 0, favoreciendo a las personas hipotecadas, pero perjudicaba la cuenta de resultados de la banca. Y, por último, anunció los TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations), esto es, préstamos condicionados a largo plazo a un tipo de interés muy bajo con la condición de que ese dinero fuese utilizado para realizar préstamos. La reacción de la economía real a estas medidas fue un aumento de la participación de la banca en la bolsa, el euro salió perdiendo, ya que sufrió una depreciación, y, por último, las primas de riesgo se distendieron.

Finalmente, hay que decir el BCE ha empezado a comprar bonos emitidos por empresas de la Eurozona. La compra de activos aumentó se ha incrementado de 60.000 millones de euros mensuales a 80.000 millones, generando así una barra libre de liquidez para la banca, como ya hemos mencionado anteriormente.

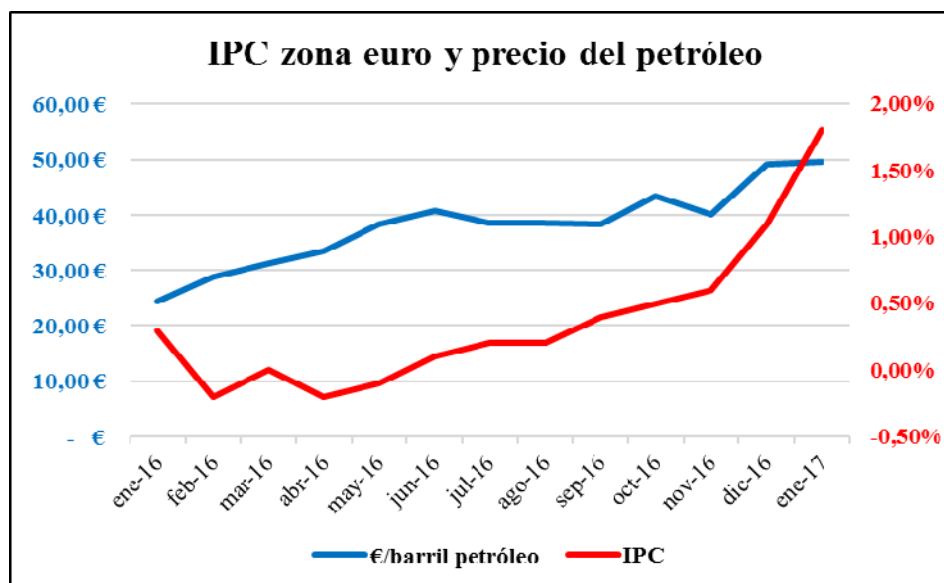
4.3. El BCE en el 2017

En el comienzo de 2017, hay unas expectativas altas respecto al progreso de la inflación y de los tipos de interés. A 4 de enero de 2017 se publicaron unos datos favorecedores, ya que el IPC pasó del 0,6% en noviembre al 1,1%.

Esto activa aún más el debate sobre el programa de deuda pública que sigue en marcha en la Eurozona. El responsable del instituto alemán IFO, Clemens Fuest presiona para que finalicen estos estímulos monetarios, ya que, si se alcanza en la eurozona un IPC del 2%, como ya ocurre en Alemania, la política monetaria expansiva debería finalizar en marzo de 2017. Respecto a esto, el BCE apunta que es una subida puntual y temporal debido a la subida del precio del petróleo.

En la figura 4 se muestra la evolución conjunta del precio del petróleo, expresado en euros por barril, y el Índice de Precios de Consumo de la UE desde enero del 2016 hasta enero de 2017. Se puede apreciar como mantienen cierta relación; el IPC varía dependiendo del precio del petróleo, lo que justifica, como Mario Draghi explica, que en diciembre de 2016 y enero de 2017 subiera el IPC, por lo que aún no se podían reducir las medidas estimulantes, ya que el índice puede volver a variar negativamente. El BCE, en la reunión de diciembre de 2016, acordó que este programa de inyección de liquidez seguiría un año más, es decir, hasta diciembre de 2017 por lo menos, aunque se reduciría la cantidad mensual, de 80.000 a 60.000 millones de euros.

Figura 4: Comparación del IPC de la zona euros con el precio del petróleo



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de es.investing.com y www.datosmacro.com.

El 20 de enero se produjo la primera reunión del año del BCE, en la que se comunicó que se mantendrá la política monetaria de estímulos, la tasa de interés seguirá en torno a 0,0% y la compra de activos seguirá en una cifra de 80.000 millones de euros mensuales hasta marzo, momento en el que se bajará a 60.000 millones de euros. Se pretende que a finales de este año la compra de activos baje a 40.000 millones de euros.

Estas medidas se deben a que, como explicó Mario Draghi, no quiere precipitarse a fortificar la política monetaria, ya que, aunque haya habido incrementos tanto en la inflación como en los niveles de actividad, hay riesgos de que vuelva a aparecer la deflación o recesión. Además, durante este año que comienza van a ocurrir numerosos sucesos, los cuales pueden afectar a la economía de la eurozona, como el ascenso al cargo de presidente de Estados Unidos de Donald Trump, el populismo proteccionista, las próximas elecciones que se celebraran en Francia, Alemania y Holanda, etc. Por todo esto, no se espera que Mario Draghi por el momento, realice grandes cambios en la política monetaria existente.

4.4 Valoración de la política económica del BCE

La reacción de los mercados a la serie de medidas adoptadas por el BCE ha sido buena; pese a esto, la opinión de los analistas es que el BCE actúa tarde, aunque cuando interviene, lo hace correctamente. Estas medidas pueden conllevar a la deflación y desaceleración en los mercados, aunque se espera que medidas que tengan efectos positivos en los mercados, y no afecten excesivamente a los bancos.

Desde que en los años 80 se consiguió la estabilidad económica, se pensó que bastaba con vigilar la tasa de inflación mediante el uso de un tipo de interés. En ese momento, controlando la inflación, la tasa de desempleo y el crecimiento PIB se mantenían en niveles adecuados, pero con la crisis actual, esto se ha desmoronado.

El empleo de la variación del tipo de interés como herramienta para mantener la tasa de inflación se basa en que los efectos reales de la política monetaria actúan dependiendo del tipo de interés y no de los agregados monetarios. También se fundamenta en que los precios de los activos tienen conexión con los tipos de interés; de esta forma, variando los tipos de interés se podrían conseguir los resultados esperados.

Con el estallido de la crisis, se pudo comprobar que controlando el tipo de interés para mantener la tasa de inflación en niveles aceptables no era suficiente para garantizar la estabilidad en los mercados. Esto tampoco debe denominarse como un error, si no como una caracterización demasiado sencilla de los modelos macroeconómicos, que en la realidad son influenciados por muchos más factores, los cuales no se tuvieron en cuenta.

En esta crisis, también ha quedado en evidencia que los mercados financieros están desintegrados, lo contrario a lo que se pensaba. Se creía que los precios se iban a transferir automáticamente entre mercados. Asimismo, tampoco se hacen efectivos automáticamente los efectos de las medidas de las políticas monetarias llevadas a cabo. Esto conlleva a que las autoridades monetarias deben estar atentas a las señales que cada día ofrecen los mercados como un excesivo aumento de los precios, cambios en la volatilidad o también, cómo evolucionan las primas de riesgo.

También es importante qué efectos tienen las medidas tomadas como la adquisición de activos en las cotizaciones de los mercados, y de esta forma saber cuándo usar estos instrumentos y en que ocasiones.

Después de analizar todas las medidas llevadas a cabo por el BCE, podemos decir, que la política monetaria no puede resolver una crisis como la actual por sí misma, ya que la percepción del riesgo es un factor muy importante que afecta al precepto de prestar dinero. Con el aumento del riesgo de este, se produce una gran recesión, en la cual sería necesario que los bancos impusieran un tipo alto de interés, pero los clientes no estarán dispuestos a aceptarlo. Con todo esto podemos llegar a la conclusión, que la política monetaria no dispone de los instrumentos necesarios para superar una crisis como la actual. Aun así, el BCE intenta tomar todas las medidas necesarias para ir avanzando en positivo, aunque sea lento y no solucione todos los problemas.

5. Conclusiones

Durante los años de la crisis financiera internacional que comenzó en 2007, el BCE ha puesto en marcha una batería de medidas de diferente signo para hacer frente a la misma y estabilizar las economías de la zona euro. Los instrumentos con los que el BCE contaba para mantener la estabilidad de los precios, el cual es su principal objetivo, no resultó suficiente, por lo que se vio en la obligación de aplicar ciertas medidas no convencionales, aunque estas no han supuesto una gran mejora en los mercados.

Los bancos destinan ese dinero prestado a cubrir las reservas mínimas exigidas y la cantidad sobrante lo invierten en depósitos del BCE, los cuales les proporcionan unos intereses mayores y un riesgo menor.

Durante el periodo de crisis largo y con efectos nunca vivido antes, el BCE ha obtenido de sus medidas tanto aciertos como errores, aunque no podemos poner en duda su afán por conseguir la estabilidad de los precios y sacar a la eurozona de esta difícil situación. Además, debemos tener en cuenta que el área euro es muy dependiente tanto de la economía estadounidense como de las políticas energéticas. Como ya hemos mencionado anteriormente, Mario Draghi justifica la subida de la inflación durante el último mes de 2016 con la subida del precio del petróleo.

Pese a todo esto, nos situamos en un momento en el que parece que la economía del área euro se va recuperando, por lo que Mario Draghi va poco a poco reduciendo las medidas expansivas de política monetaria, aunque ha anunciado que volverá a incrementarlas si es necesario debido a que la inflación no alcanza los niveles esperados.

Con el paso de los años, desde el estallido de la crisis, los Jefes de Estado de la Unión Europea, analizaron varios aspectos de la eurozona y plantearon la idea de crear un supervisor bancario al que se le adjudicaría las responsabilidades de supervisar, solucionar y financiar a la Unión Europea, además debe obligar a que todos los bancos miembros cumplan las normas establecidas.

De esta forma, se pretendía optimizar la eficacia de control en la zona euro, ayudar a que se produjera la integración de los mercados y eliminar las ideas negativas que durante los últimos años había surgido sobre las entidades bancarias y solventar las dudas que se habían creado sobre la deuda pública. La unión bancaria, como recoge Consilium.Europa (2016), se creó en 2013 con el objetivo de instaurar en los bancos solidez, y que de esta forma sean fuertes y presenten resistencia ante el estallido de nuevas crisis financieras. También para impedir que en el momento que se produzca situaciones de quiebra, el dinero aportado por los contribuyentes se use para salvaguardar a los bancos. Igualmente, para que la normativa del sector financiero progrese de forma adecuada y conseguir mantener firme la estabilidad financiera.

Una conclusión clara y que muchos especialistas llevan tiempo hablando de ella, es que la política monetaria aplicada en la eurozona no es suficiente, y es necesario que se combine con una política fiscal unificada, ya que la existencia de esta facilitaría el crecimiento en la eurozona y ayudaría a conseguir una estabilidad económica a medio plazo, uno de los principales objetivos del BCE.

Además, como detalla De la Dehesa (2016a), la zona euro no estaba preparada para imponer un área monetaria, ya que su capital y trabajo no se movían de forma libre entre los estados miembros, y además sus precios y salarios no eran flexibles., con lo que la libre circulación de capital traería consigo unas economías de escala, que favorecerían a unos países a costa de afectar negativamente a otros. No obstante, y a pesar de las dificultades derivadas de la propia crisis y de la inexistencia de una política fiscal unificada, se puede concluir que la labor desarrollada por el BCE ha sido adecuada, y poco a poco, la zona euro se va recuperando.

Bibliografía

- ALBERTO ALESINA Y FRANCESCO GIAVAZZI (2009): El futuro de Europa, reforma o declive. Ediciones Antoni Bosch.
- ALFONSO NOVALES (2010): Política monetaria antes y después de la crisis financiera.
- AND BANK (2014): “¿Qué es el TLTRO?” <<http://www.andbank.es>> [Consulta: 14 de diciembre 2016].
- BDE (2016): “Hacia la unión bancaria”. <<http://www.bde.es/bde/es>> [Consulta: 10 de enero 2017].
- BERGANZA, J.C.; HERNANDO, I. Y VALLÉS, J. (2014): “Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la gran recesión”, Documentos ocasionales N.º 1404.
- BLOG CONDUCE TU EMPRESA (2010): “La inflación: Definición, Causas, Consecuencias - Inflación demanda, Costo, Moneda, Importada”. <<http://blog.conducetuempresa.com>> [Consulta: 21 de octubre 2017].
- BOLETÍN MENSUAL DEL BCE (2010): La respuesta del BCE a la crisis financiera.
- CONSILIUM.EUROPA (2016): “Criterios de convergencia”. <<http://www.consilium.europa.eu/es>> [Consulta: 5 de noviembre 2016].
- CONSILIUM.EUROPA (2016): “Unión Bancaria”. <<http://www.consilium.europa.eu/es>> [Consulta: 8 de enero 2017].
- DATOS MACRO (2016): “Descienden los tipos de interés en Zona Euro”. <<http://www.datosmacro.com>> [Consulta: 19 de octubre 2016].
- DATOSMACRO (2017): “Precio del petróleo OPEP por barril”. <<http://www.datosmacro.com>> [Consulta: 23 de enero 2017].
- DONATO FERNÁNDEZ NAVARRETE (2007): Fundamentos económicos de la Unión Europea. Editoriones Paraninfo.
- ECB.EUROPA.EU (2016): “El Banco Central Europeo” <<https://www.ecb.europa.eu>> [Consulta: 4 de diciembre 2016].
- EUROPA.EU: “Visión general del Banco Central Europeo”. <https://europa.eu/european-union_es> [Consulta: 29 octubre 2016].
- EUROPARL.EUROPA (2016): “La Unión Bancaria”. <<http://www.europarl.europa.eu>> [Consulta: 14 de enero 2017].
- FINANZAS.EXCITE: “Banco Central Europeo ¿qué es y qué funciones tiene”. <<http://finanzas.excite.es>> [Consulta: 9 de noviembre 2016].
- GLOBAL-RATES (2017): <<http://es.global-rates.com>> [Consulta: 14 de enero 2017].
- GUILLERMO DE LA DEHESA (2016a): “La solución para iniciar la unión fiscal consiste en mutualizar parte de la deuda de la UE” *Diario el País* (3 de abril de 2016)
- GUILLERMO DE LA DEHESA (2016b): “Tipos de interés negativos del BCE y el ‘helicopter money’”. *Diario El País* (22 de mayo de 2016)

- GUILLERMO DE LA DEHESA (2016c): “El BCE ante tipos cercanos a cero”. Diario El País (20 de noviembre de 2016)
- INVESTING.COM (2017): “Zona euro - Índice de Precios de Consumo (IPC) – interanual”. <<https://es.investing.com>> [Consulta: 3 de febrero 2017].
- JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO (2007): “*Los primeros nueve años de política monetaria única*”.
- MATTEO SALTO (2016): “Fiscal policy after the crisis – Workshop proceedings”.
- ORO Y FINANZAS (2013): “¿Qué son los LTRO-Long-term Refinancing Operation?” <<https://www.oroymas.com>> [Consulta: 3 de enero 2017].
- SEGUNDO CONGRESO CSA (2012): El movimiento sindical de las Américas puede ayudar a la región a prosperar en tiempos de crisis global.
- WIKIPEDIA (2016): “Euro”. < <https://es.wikipedia.org>> [Consulta: 24 de noviembre 2016].
- WIKIPEDIA (2016): “Banco Central Europeo”. <<https://es.wikipedia.org>> [Consulta: 15 de octubre 2016].
- WIKIPEDIA (2016): “Crisis financiera de 2008”. <<https://es.wikipedia.org>> [Consulta: 1 de noviembre 2016].
- WIKIPEDIA (2016): “Euro”. < <https://es.wikipedia.org>> [Consulta: 22 de diciembre 2016].
- WIKIPEDIA (2016): “Gran recesión”. <<https://es.wikipedia.org>> [Consulta: 6 de noviembre 2016].